

黄金大师课加餐13：黄金核心变量金字塔与历史回顾

戳此加入学习付鹏的[《黄金投资大师课》](#)

加餐13：黄金核心变量金字塔与历史回顾

本期内容首发于[《付鹏说》2019年7月31日链接](#)



本期提要

- 1、分析在与美元挂钩的货币体系下，黄金的定价是什么？
- 2、回顾黄金的历史

本期内容

在六、七年前，我带过一帮年轻的分析师们，当时给他们做过关于贵金属体系的梳理。其中一个弟子还在六、七年前拿过上海交易所黄金和白银的高级分析师的一等奖。当然了，过去几年黄金的行情一直是比较寂寞的，在2012年以后就没有太多关注点了。直到这半年多的时间里，黄金重新开始进入到大家的视野。

这次正好借《付鹏说》这个栏目，仔细地跟大家系统地梳理一下有关的知识点，大家也可以去翻阅过去几年甚至更长时间里的一些零星的知识点。闲话少说，开始直奔主题。

在黄金上涨的过程中，很多人会按照一些错误的逻辑去思考它。比如会考虑黄金有保值的作用、黄金有升值的作用，甚至去讨论金本位，很多写黄金的书，一定会讨论到关于当年的金本位的问题。

这些东西去研究历史可以，但真的用于做交易的策略框架设计的话，这个逻辑体系是不行的。首先第一点，金本位这件事情我们现在就不用去考虑了，因为如果真的重新回到金本位，黄金的总量是不够的，不够支撑全球的货币的增长。

货币的增长背后隐含的是经济活动的需求的量，不论是投资性需求还是投机性需求，反正都是一个需求的隐含量，一个货币的隐含量，这个时候黄金如果真的挂钩的话是肯定不够的，所以不用去讨论历史上的问题，我们不去讨论。

那么在现实框架中黄金究竟是什么？其实简单的说，我们现在虽然不是一个金本位体制，但是现在的货币框架仍然是建立在以美元为主的一个货币框架体系下的，除非我们去讨论，如果美元货币体系崩了以后会怎么样，这就另说了。

在现行的体系下，在美元挂钩的货币体系下，黄金的定价本质其实就是美元。这里千万别把它理解成说美元是指什么，美元指数吗？别逗了，千万不要去犯这样的毛病，在之后的分析中你们会发现，我几乎不会用到一组数据说“美元指数跌了、黄金涨了，美元指数涨了、黄金跌了”这种逻辑关系，包括这种数据图表也是不会出现在我们的框架体系中间的。

美元指数是债券的一个反应、利差的一个反应，黄金也是债券的一个反应，是名义利率和物价之间的关系，实际上也就是实际利率的反应。换句话说，两者之间你们之所以看到有这样的一个相关性，是因为它们的核心变量都是一样的，所以不能因为核心变量产生而产生了相关关系就说它们之间是相互影响的变量，这就是很多人在逻辑上犯的一个错误。

本质上来说，黄金的核心就是一个实际利率。这边的图表是券商的朋友们帮我做的一个数据处理。很明显可以看到，大部分时间里，所谓的负相关的线性关系其实就是告诉你实际利率和黄金之间的关系：实际利率高了，那么黄金就低了；实际利率低了，那么黄金就高了。它本质上是这样的一个关系。

右下角是我们做的一个数据的处理图。我们可以看到，布雷顿森林货币体系结束以后，下图这里的数字是我们拿美国五年期的名义利率和通胀的差值，得到的是一个期限下的实际利率的数据，我只是用它做一个大概的数据处理来说明之间的关系。

我们可以看到，实际利率大幅度转负的时候，黄金都是累积正向收益的，这个轴大家注意，是黄金同比增长的幅度。但是这边是一个倒轴，所以你可以看到，实际利率大幅度转负的时候，黄金累积的都是比较大幅的一个正向收益。实际利率很高的时候，其实黄金的收益率都不是特别的好。

这是我们大部分人知道的“黄金十年”，当然累积的实际收益实际上是蛮可观的，因为它跨度时间长。我们现在又面临着是否会出现第三次的实际利率下行带来黄金累积正向收益的阶段。逻辑关系很清晰，可以用不同的期限去看实际利率的关系。当然还有个数据，就是关于年化下来的美国实际利率的一个数字，这个数字是年化数据，它比较适合在逻辑的研究上去使用。

金字塔的黄金架构中，不光是左侧的实际利率，右侧还有生产率隐含的投资回报。这个事其实很简单，就跟你理解债券一样，一个经济体的生产率，尤其美国，美国的生产率隐含的投资回报率如果很高的话，我不会去持有债券，这个大家明白的对吧？

这个道理跟黄金是一样的，如果经济体内的结构很优化，那么隐含的生产率投资回报很高。举个例子，比如买债券也好、持有黄金也好，肯定不如去投资一些科技型企业可能获得的投资回报率高，那这个时候资金就更加的偏好于右侧，那么右侧的“高”实际上就是转化成左侧黄金的“低”。

所以这一段会帮助大家去理解，就是说即便是实际利率是走高的，黄金的实际利率是走低的，黄金可能也会没有什么太好的投资回报。原因是出现在生产率隐含的投资回报上面，也就是我们看到历史上面这一段，大概就是里根进行改革以后的三任总统，一直到小布什这个阶段中间的状况。

这样就可以把历史做一个简单的回顾。其实黄金的历史说长不算长，布雷顿森林体系建立以后的50年，回顾黄金就是回顾这50年间的一个变化，可以大概分成三段，按照我们的框架来看，大概是看到了这三个关系，每个关系中间的影响变量我都用蓝色的文字给提示出来了，大家都能看得到。左侧这张图就很简单，棕色线就是年化下来的美国实际利率，蓝色线就是它的名义利率，后边则是黄金的价格。

这张图里大家可以看到几个阶段，第一个阶段是1970年布雷顿森林体系结束，也就黄金开始真正意义上作为对抗通胀实际利率的这么一个标志，出现了第一次黄金的暴涨。如果算涨幅的话，这一段才是真正意义上最大的一段行情。这段行情中直接导致的是美元的信用体系出了问题，就是整个布雷顿森林体系的解体。那么你可以看到它核心的影响变量是这样的，首先第一点，出现问题都是出在实际利率上，实际利率大幅度转负。可以看到，实际利率低于1或者转为0，年化下来，其实本身就是对信用最大的一个伤害。

那么这一段历史就是我们说布雷顿森林体系解体、黄金完全的脱钩，然后我们来看看美国是怎么做的，美国是怎么挽救了美元的信用体系。

在这个框架中间，因为物价出了问题，所以实际利率出了问题；实际利率出了问题，所以信用出了问题；信用出了问题，所以黄金作为对标物来讲来作出反应。当然我们看到的一些历史性事件本质上来说，都是在对美国信用的一次非常大的质疑。

但是在这个过程中我们来看看第一件事情，关于保罗·沃尔克的做法，大家可以去看看他之前的那本书，其内容中讲得非常的清晰。

在这种状况下，保罗·沃尔克认为，既然是物价出了问题，那只需要把实际利率抬升回来，就可以保证信用，这种情况下虽然会对经济造成伤害，但是这个时候鱼和熊掌是不可兼得的。所以当时作为美联储主席，他第一要务是要保信用体系，因为信用体系崩了，也就不存在所谓的什么经济的架构了。

所以第一件事情美国是名义利率的大幅度抬升来抑制物价，这个时候手段上就是靠名义利率的变动，简单讲就是美国大幅度加息，然后带来实际利率的大幅度上行，对应的当然是黄金相对的高点就结束了，信用就开始回归。但是信用回归是比较脆弱的，因为完全架构在名义利率上的信用回归是不真实和不可靠的。完全靠高息去吸引，后面会发现只能救急，不能解决根本性的问题。

当国家的债务问题暴露出来、信用开始坍塌的时候，通过大幅度加息来抑制资本的流出，继而会伤害经济。很多人有个错误的理解，认为大幅度加息的结果就是经济恶化，经济恶化以后资本会进一步的流出。

这里我多说一点，其实更多的时候是因为经济结构的问题，而不是因为你要去纠结加息会导致资本进一步的流出，即便不加息，资本也会流出，这个时候你会发现名义利率的变动已经影响不大了，各国需要进行的是结构性的调整和改革。

对于美国来讲，道理是一样的，就是说名义利率干掉物价，把实际利率抬升回来，稳住信用……其实对美元叫信用，对于其他各国叫资本的流动，美元的流进流出。

那么这个还不够，要进行改革。所以里根的改革开始出台了。很多人会纠结于里根的减税，认为减税和财政政策刺激就一定能够把经济带出来。我觉得这里边实际上是有非常大的误区的，因为从美国隐含的这段黄金的经验上来看，名义利率的大幅度抬升是干掉了资产泡沫，其实也给改革腾出了空间。如果没有保罗·沃尔克前面的名义利率的行动带来两个变量，第一是把信用拉回来了，第二是把泡沫刺破了，后面里根的改革减税是不会成功的。

放眼去看全世界，所有的国家其实都一样，“既要、又要、还要”是个非常很难的事情，既要保持着经济高速发展过程中积攒下来的这些问题，又要能够完成结构性的改革，这其实是非常难的。所以说对于各个国家来讲，有的时候资本的流出带来的危机本身也是调整，像人一样，老不感冒其实对身体也是不好的。所以说危机有的时候“危”本身也是“机”，但总是不感冒，你会发现很多时候就是束手束脚的。

美国完成这样的结构性改革以后，生产效率明显提高了。到现在为止，美国经济20多年的核心动力本质上来自于它的信息技术产业，和全球化分工分配给它带来的好处。美国证券市场上上“初级阶段”和“发展阶段”的两个核心，其实都是来自于信息技术革命创新的完成。这一段生产率的积累，其实就是在1985年到1997年前后陆陆续续完成的。现在美国这些伟大的信息技术公司的出现，大部分也都出现在这个阶段。

黄金在这个阶段进入到了第二个环节，受影响的变量就不是左侧了，而是核心。当完成结构性改革了以后，生产率的隐含投资回报是以美元为核心的，那么它大幅度的抬升，对黄金就会形成一个比较明显的影响。

虽然在保罗·沃尔克的救急的方案下，实际利率已经陆陆续续从最高位慢慢开始回落了（当然相对来讲还是比较高的），但是核心影响变量是右侧这个东西。在这种承压下，黄金在这25年的时间里是没有什么特别好的表现的。这个时候对于美国来讲，真正的叫“黄金的25年”，这25年是改革带来的生产率提升的效果。

当小布什上台之后，全球化对于美国的影响以及生产率进入到成熟阶段以后，它的隐含投资回报开始逐渐下降。各种因素的变量使得黄金的新的一轮框架开始产生，这轮框架，也就是现在大部分在走的，就是实际利率又开始进一步的大幅度下行，生产率隐含的投资回报在触及到成熟阶段以后，是在慢慢放缓的，现在可能是大幅度的在放缓。这个时候重心又转向了一个实际利率的变量，这个时候全球仍然希望能够用货币去刺激经济增长，但实际上我们面临的各种结构性的问题又再次出现了，目前来讲，名义利率在全球都已经降到一个极值。

即便是美联储，在2015年之后的这一轮小的加息中间，也只是给下一次货币政策空间腾出来。全球的实际利率在大幅度转负，除了美国以外，其它大部分国家的实际利益都在转负。这就是现在在第三阶段中黄金的表现。

当然了，2012年之后的一个原因，就是因为美国的实际利率在加息的过程中是有所抬升的，这对黄金是有抑制的。具体的内容我们在后续的内容中会展开聊一下。

- E N D -

见闻

大师课 · 付鹏

第三季

黄金投资思维特训

搭建FICC视角下的黄金投资方法论

一、黄金大师课概览与框架

1.1 黄金大师课概览

1.2 黄金大师课框架

二、资本市场的成熟化与投资启示

2.1 黄金历史价格走势复盘

2.2 黄金中观框架：实际利率

2.3 黄金：历史的天空回顾——隐形通货膨胀税

2.4 黄金：历史的天空回顾——石油危机与利率约束

2.5 黄金：历史的天空回顾——布雷顿森林体系崩溃

2.6 美国企业债务杠杆问题

2.7 美国财富的累积与分配

2.8 透过财政赤字看美国社会的核心问题

2.9 利率的终结导致美国社会阶层固化

三、黄金宏观分析框架与历史复盘

3.1 黄金宏观框架：债务与信用

3.2 透过美国四大部门杠杆看债务与信用

3.3 美国信用问题与债务货币化

3.4 日本和中国的四大部门杠杆

3.5 黄金分析框架与路径总结

四、黄金与其他资产的分析框架

4.1 黄金租赁利率

4.2 黄金与日元：套息交易下的反馈机制

4.3 黄金与其他资产的比价、传导关系

五、黄金交易层面的注意事项

5.1 黄金CFTC持仓分析

5.2 商品交易层面方法论上的思考

六、白银分析框架与交易策略

6.1白银基本面分析的特殊性

6.2商品的实货交易与风险对冲